

科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成 24 年 3 月 31 日現在

機関番号：33917

研究種目：若手研究（B）

研究期間：2009～2011

課題番号：21730069

研究課題名（和文）コーポレートガバナンスにおけるアクティビストファンドの役割と上場企業法制の再検討

研究課題名（英文）A study on the peculiar role of activist funds in corporate governance and corporate control transactions

研究代表者

玉井 利幸（TAMAI TOSHIYUKI）

南山大学・法学部・准教授

研究者番号：90377052

研究成果の概要（和文）：近年の日本におけるファンドの活動の特徴は M&A 取引、特に MBO への関与である。ファンドは MBO を行う取締役や支配株主と事実上一体として活動し、MBO における重要なプレイヤーとなっている。現在の日本では MBO に対する会社法的な規制は、主に、事後的な司法によるコントロールに委ねられているが、それには十分でない点が多い。裁判所に期待される、望ましい MBO とそうでない MBO を選別する機能を適切に果たすために、取締役や支配株主の株主に対する義務の確立と、差止めや仮処分の柔軟な活用がなされるべきである。

研究成果の概要（英文）：Buyout funds in Japan actively invest in target corporations in MBO transactions recently and they are essential players in these conflict transactions. By reviewing the merits of the conflict transactions, courts discern desirable MBOs from undesirable ones. Japanese Corporate Law has heavily relied on *ex post* judicial review in regulating target directors and controlling shareholders in these conflict transactions. Because of the doctrinal and institutional deficiencies in Japanese Corporate Law the judicial screening function does not work well. The functional equivalents of the U.S. fiduciary duties of directors and controlling shareholders to minority shareholders and the equitable remedies should be introduced to Japanese Corporate Law.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2009年度	1,100,000	330,000	1,430,000
2010年度	1,300,000	390,000	1,690,000
2011年度	900,000	270,000	1,170,000
年度			
年度			
総計	3,300,000	990,000	4,290,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：法学・民事法学

キーワード：会社法、M&A、ファンド

1. 研究開始当初の背景

(1) 申請時における背景

本研究の申請を行ったのは 2008 年秋である。ファンドには様々なタイプのものであるが、2000 年代前半頃から日本においてもアクティビストと呼ばれるファンドの行動が活発になっていた。そのようなファンドの活動にはメリットとデメリットがある。例えば、ファンドが会社経営者を積極的に監視し、業績不振の会社の経営者の交代を求めることにより、企業価値向上に資する場合もありうる。逆に、ファンドが会社に資産売却や増配など短期的な利益追求を強く求めることにより、会社や一般株主の利益が害される懸念もある。ファンドの活動がコーポレート・ガバナンスや M&A 取引にもたらすネガティブな影響を最小化し、ポジティブな恩恵を最大限享受することができるような規制方法の検討が必要となっていた。

(2) 申請時における動機

本研究の研究代表者は、会社法の規制緩和における裁判所の役割についてアメリカ会社法を中心に研究を行ってきた。その過程で、M&A 法制の規制緩和・柔軟化についての研究を行っていた際に、ファンドの活動が会社のビジネスプランや企業買収の帰結に大きな影響を与えていることや、その活動は会社や他の一般株主の利益に反する可能性もあること、その戦略が会社法の理論的な前提に再考を促していることに関心を抱いたので、本研究テーマを着想した。

2. 研究の目的

ファンドの行動は、会社や一般株主に利益をもたらすというポジティブな影響だけでなく、それらの利益を損なうというネガティブな影響ももたらさう。そのため、当初の研究目的は、ファンドの行動がコーポレート・ガバナンスや M&A 取引にもたらす影響を理論的な観点から評価し、そのネガティブな影響を緩和ないし除去するための方法を検討し、提案することであった。

ファンドに対する規制は、会社法だけでなく金融商品取引法や取引所の上場規則など、様々な規制主体により、直接的・間接的に、様々な形で累積的に行われている。全てを網羅的に取り扱うことは困難なので、主に、M&A 取引においてファンドが果たしている役割とそれがもたらすネガティブな側面、それに対処するための会社法的な規制（司法によるコントロールも含む）に重点をおいて研究を行うことにした。

3. 研究の方法

日米の判例や学術論文を中心とする文献調査の手法を用いている。法学的な方法論としては、アメリカ会社法、特にデラウェア州会社法と日本の会社法の比較法的手法を用いた。

4. 研究成果

(1) 研究の主な対象

本研究では、以下に述べるようなファンドを巡る状況の変化に対応し、構造的利益相反 M&A 取引に対する会社法的規制・司法的コントロールという問題に重点を置いた研究を行った。

2008 年秋に申請を行った後、ファンドを巡る状況は大きく変化した。世界的な傾向として、リーマンショックの影響によりファンドへの資金流入が激減し、ファンドの活動は低調となった。世界的な金融危機を受けてシャドウバンキングへの規制が強化されたため、ファンドのアクティビスト的な行動は制約されるようになった。日本においても同様な傾向が見られ、ファンドのアクティビスト的な行動は減少し、法的課題としての重要性は低下した。

近年の日本におけるファンドの活動の特徴的な点は、M&A 取引における関与である。M&A 取引のなかでも構造的な利益相反のある取引、特に MBO への関与である。多くの MBO では、ファンドが MBO を行う取締役と組み、MBO 対象会社の一般株主から株式を取得するための資金を提供する。取締役とファンドで受皿会社を作り、そこにファンドが資金を入れ、受皿会社を通じて対象会社の株式を取得し、受皿会社が支配株主となる。そのため、ファンドは MBO を行う取締役や支配株主と事実上一体となっており、構造的利益相反 M&A 取引の重要なプレイヤーとなっている。

日本においても上場会社への規制が強まるにつれ、MBO が活発に行われるようになり、資本市場から撤退する会社が増加した。それに伴い MBO を巡る紛争も増加し、取得価格を巡る問題や MBO を行う取締役の義務など、新しい重要な法的問題が生じたが、それに対する解決策は十分とはいえなかった。そのため、構造的利益相反 M&A 取引においてファンドと組む取締役の義務や責任、支配株主の義務や責任を検討した。これらの問題が早急な解決が望まれている重要な問題であるからだけでなく、それらの者に対する規制を通じて、ファンドに対して間接的な規制を及ぼすこ

とが可能であるからである。

MBO を行う会社の取締役や支配株主に対する会社法的な規制は発展途上であり、包括的な研究が望まれている。特に、株主間に利害対立がある場面での取締役の株主に対する義務、支配株主の会社・少数株主に対する義務などは近年重要性を増している問題であるが、十分な検討がなされているとはいえない。本研究はこの欠落部分の一部を埋めている。

(2) 研究の主な成果

MBO には、会社の資本構造・インセンティブ構造を変えることにより、会社経営の改善、企業価値の向上、効率性の改善をもたらするというポジティブな側面もある。その反面、MBO には買収側取締役と MBO 対象会社の一般株主との間の利害が対立し、構造的な利益相反的要素があるため、MBO で締め出される一般株主の利益が害されうるというネガティブな側面もある。望ましい MBO が促進され、望ましくない MBO が抑制されうるようにすべきであるが、事前に望ましい MBO とそうでない MBO を区別して規制するのは困難であるので、このような選別は、主に、事後的な司法的コントロールに委ねられている。

事後的な司法的コントロールは、MBO に不満のある株主の訴えの提起を待たねばならないので、株主の救済方法とリンクしている。不満のある株主の求める救済方法としては、株式買取請求権や会社法 172 条の価格決定の申立てにより金銭的な救済を求める方法、MBO を行う会社の取締役や支配株主の責任を追及することで金銭的な救済を求める方法、MBO 取引の効力自体を争う方法、MBO 取引を差止める方法などが考えられる。このように株主の救済方法はいくつか考えられるが、株主に現実にとりだだけの救済が与えられるべきかという観点だけでなく、望ましい MBO を促進しそうでない MBO を抑制するという司法の選別機能の観点も加味して、相互に整合するように、それぞれの救済方法はデザインされるべきである。

選別機能を働かせる際に、裁判所は望ましい MBO というものを明示・黙示に定義することになる。裁判所は、裁判所の考える望ましい MBO のみを許容することにより、MBO を企図する者に望ましい MBO を行うインセンティブを与えることができる。望ましい MBO は、MBO を行うことにより (1) 企業価値が向上し (効率性の改善)、(2) MBO によって向上すると思われる企業価値の増加分が MBO 実施により締め出される一般株主に一定程度分配される (分配の問題)、という二つの要素を満たす MBO であると考えべきである。

現在日本では、MBO を含む構造的利益相反 M&A 取引に関する判例法理が急速に発展しつ

つある。事後的な司法的コントロールを通じた選別機能という観点からすると、現在までに出された裁判所の判断 (判例法理) には十分でない点がある。

① 金銭的救済 (1) : 価格決定の申立て

現在の日本においては、上場会社の MBO は公開買付けと全部取得条項付種類株式の取得とを組み合わせで行われることが多い。全部取得条項付種類株式の取得価格を巡る事件も多い。そのため、現在の日本では、望ましい MBO とそうでない MBO の選別は、主に、全部取得条項付種類株式の取得価格決定の申立て (会社法 172 条) の中で行われている。望ましくない MBO であると裁判所が判断した場合は、当事者の定めた取得価格は尊重されず、価格について裁判所の介入を招くことになり、選別が行われる。

会社法 172 条の価格決定の申立てにおいて、裁判所は以下のような方法で取得される株式の「公正な価格」を算定している。裁判所は、単純化すると、(a) 客観的価値の算定を行い、それに (b) MBO による企業価値の増加分のうち株主が享受すべき部分を加えるという形で価格を算定している。裁判所は (a) を判断する際に、望ましい MBO が備えるべき第一の要素である効率性の改善について判断しており、(b) を判断する際に、第二の要素である分配の問題について判断しているといえる。これまでの価格決定の申立ての事件を見ると、裁判所は、完全ではないものの、概ね適切に裁判所に期待される選別機能を果たしているといえる。しかし、取得価格決定の申立てによる選別では、MBO が実際に完了するまで選別機能を働かせることができないし、取得価格決定を申立てた株主にしか救済が与えられず、価格という取引の中核的な内容に裁判所が介入する必要があるため MBO 実行者のインセンティブを損なう危険性が高いなど、いくつかの重大な限界がある。このような限界があるので、選別のタイミングを早めるべく、差止めの柔軟な活用を検討すべきである。

② 金銭的救済 (2) : 取締役や支配株主の責任追及

MBO を企図する者の事前のインセンティブに直接的な影響を与えるのは、MBO を企図する取締役や支配株主の義務である。取締役や支配株主に義務を課すのは、望ましい MBO を奨励し、そうでない MBO を抑制するためであるので、義務内容は決定的に重要である。裁判所は、レックス・ホールディングス損害賠償事件で初めて MBO を行う会社の取締役の義務と責任について判断を下した。レックス損害賠償事件の裁判所は、MBO を行う会社の取締役に、「株主の共同利益に配慮する義務」

があるとしたが、裁判所の定める義務内容は、事後的な司法的コントロールによる望ましいMBOとそうでないMBOの選別という観点からすると、十分でない。レックス事件の裁判所は、締め出される一般株主の状態を改善していなくても、企業価値を高め、効率性を改善していれば取締役は義務を果たしたことになると考えているように思われるからである。

レックス損害賠償事件の裁判所の設定する義務は、既存株主を害さない（従前の状態を悪化させない）という消極的な義務にすぎず、株主の利益を向上させるという積極的な義務ではないと考えられる。このような義務内容は、望ましいMBOであるために要求されるべき要素のうち、第一の要素である効率性の改善だけを取締役に求めるものであり、第二の要素である分配の問題に取り組むことを要求していない。分配の問題を考慮すると、一定の場合には、いわゆるレブロン義務類似の義務も観念すべきである。MBOを行う買収者の支配株主としての側面にも注意が向けられておらず、支配株主と少数株主の間の利益相反問題は放置されたままである。支配株主の少数株主に対する義務も一定の場合には認められるべきである。

③取引の効力

望ましいMBOとそうでないMBOを裁判所が選別する端的な方法は、取引の効力自体を判断する方法である。上述のように、現在の日本では、MBOは公開買付けと全部取得条項付種類株式の取得を組み合わせて行われている。公開買付けを差止めたり事後的に効力を否定したりするのは困難なので、全部取得条項付種類株式の導入や取得を決議した株主総会決議の効力を争うことにより、MBO取引の効力を争うことになる。現在のところ、MBO取引の効力が争われた事件はないが、全部取得条項付種類株式制度を用いた支配株主による少数株主の締め出取引の効力が争われた事件はある（インターネットナンバー事件）。この事件で裁判所は締め出取引の効力を争う道を非常に限定する判断を行った。

インターネットナンバー事件の裁判所は、全部取得条項付種類株式を導入し取得する決議の効力が否定される場合を非常に狭める判断を行った。株主総会決議取消しの訴えについては、全部取得条項付種類株式を用いて少数株主を締め出す際に、正当な目的は不要であり、取得価格が「著しく低廉」な価格でなければ会社法831条1項3号の「著しく不当な決議」に該当しないとされた。株主平等原則違反を理由とする株主総会決議無効確認の訴えについては、支配株主を含む株主全員から同じ価格で取得していれば株主平等原則に違反しないとす、非常に形式的な判

断を行った。

インターネットナンバー事件の裁判所は、裁判所に期待される選別機能を果たす際、望ましいMBOが満たすべき第一の要素である効率性の改善があるかどうかだけを選別の基準としている。しかも、効率性が改善しているかどうかはカルドア＝ヒックス基準を用いて判断していると考えられ、非常に効率性を重視した判断を行っている。第二の要素である分配の問題は価格決定の申立てに完全に委ねており、カルドア＝ヒックス基準の考え方に非常に忠実である。しかし、分配の問題についても、株主平等原則を実質的に解することにより、株主平等原則違反かどうかを判断する過程で審査されるべきである。価値の増加分が実質的に平等に少数株主にも分配されていることが必要であり、そうでない場合は株主平等の原則に反すると考えるべきである。

④現在の裁判所のスタンス

これまでの裁判所の判断からすると、裁判所は分配の公正性よりも効率性を重視した判断を行っているといえる。価格決定の申立ての裁判においてのみ分配の問題が考慮されており、裁判所はそれ以外では効率性が改善しているかどうかという点にのみ着目した判断を行っているからである。現在の日本の裁判所の立場は、望ましいMBOは企業価値の向上（効率性の改善）と価値の増加分の分配という二つの要素を満たしたものであるが、既に取りが行われてしまった後では、望ましくないものであっても効力を否定せず、価格決定の申立てを通じて再分配を行うということになっている。

分配の問題は価格決定の申立てにのみ委ねるとすると、価格決定の申立ての利用のしやすさや実効性が締め出される株主保護のレベルを決定する重要な要因となる。現行法のように、価格決定の申立てが一般株主にとって利用しにくければ、訴えてきた人にだけ取引による価値の増加分の分配すればよいので、取引を企図する者に当初設定する取得価格を低く抑えるインセンティブが生じることになる。裁判所の役割に効率性に関する選別機能だけでなく分配機能も求めるのであれば、現状は改善されるべきである。改善の方法としては、判例法理を変更する（取締役や支配株主に分配の問題に取り組む義務も負わせる）、価格決定の申立てを改善する（例えば訴訟提起のためのハードルを下げる、訴えた株主だけでなく他の株主にも決定の効力を拡張するなど）、選別のタイミングを早める（取引が完了するまでに裁判所が介入し取引条件やプロセス、情報開示を改善することができるように差止めや仮処分を柔軟に認めるようにする）などの改善方法が考

えられる。取引の効力に関する法理以外はすべて改善されるべきである。

(3) 研究成果の位置づけと今後の展望

本研究は、構造的利益相反 M&A 取引という、現在多くの事件が発生しているが法的な対応が十分とはいえない問題を検討し、解決策の提案を行っている。本研究で取り組んでいる問題は、法制審議会会社法部会で現在進行中の会社法改正作業でも取り上げられている重要な問題である。例えば、2011 年 12 月に公表された会社法改正の中間試案では、少数株主を会社から締め出すことを目的としたキャッシュアウトの制度が提案されている。その補足説明では、対象会社の取締役が締め出される少数株主の利益に配慮する義務を負わせるようにすると思われる提案がなされている。取締役の株主に対する積極的な義務が初めて会社法のなかに明示的に規定されるかもしれない。本研究では、取締役の締め出される株主に対する義務を検討し提言を行っており、この問題について一定の貢献をすることができると思われる。

支配株主の義務についても、法制審議会が支配株主の忠実義務の明示的な導入を検討された。審議の段階で提唱されただけで、中間試案には盛り込まれなかったが、その発想の片鱗は中間試案のなかに断片的に見られないわけではなく、今後も重要な検討課題であり続けられると思われる。本研究は少数株主が締め出される場面における支配株主の義務について検討しており、この問題についても一定の貢献を果たすことができると思われる。しかし、本研究の検討は断片的であるので、今後包括的な検討を行う必要がある。

さらに、中間試案では M&A 取引の差止めを拡張する提案がなされている。本研究で示したように、司法による選別のタイミングを早めることができるようにすべきであると思われるので、中間試案で提案されているよりも、もっと拡張的に柔軟に差止めや仮処分を認めるべきであると思われる。この点については、本研究の検討は十分でなかったため、今後の検討課題である。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計 5 件)

①玉井利幸、MBO における取締役の株主に対する義務、ジュリスト、査読なし、1440 号、2012 年、96-97

②玉井利幸、MBO における取締役の「株主の共同利益に配慮する義務」の検討、南山法学、査読なし、35 巻 3・4 号、2012、111-134

③玉井利幸、全部取得条項付種類株式を用いた少数株主の締出の効力を争う訴訟 — 公正な価格と株主平等の原則 —、南山法学、査読なし、34 巻 3・4 号、2011、87-124

④玉井利幸、MBO における裁判所の役割、南山法学、査読なし、33 巻 3・4 号、2010、311-343

⑤玉井利幸、M&A 取引契約と取引保護条項、私法、査読あり、71 号、2009、267-272

6. 研究組織

(1) 研究代表者

玉井 利幸 (TAMAI TOSHIYUKI)
南山大学・法学部・准教授
研究者番号：90377052

(2) 研究分担者

()

研究者番号：

(3) 連携研究者

()

研究者番号：